

校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号:

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

**发行管制和新股短期抑价
——基于 2014 年新股发行改革后的实证研究**

**An Empirical Research on the relationship between issuance
control and IPOs short-term underpricing
—— Based on the data after the 2014 IPO reform in China**

指导教师姓名:

专业名称: 投资学

论文提交日期: 2015 年 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):
年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- （ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
- （ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

新股发行抑价长久以来一直是学术界和业界关注的焦点之一。对于拟上市公司所有者而言,新股一、二级市场上的价差对于他们来说其实是一笔隐形的损失;对于投资者而言,这是一次风险收益严重失衡、所获得收益远高于市场上同等收益下应承担风险的投资好机会;对于投资银行而言,这是一场平衡各方利益的博弈。而在中国资本市场上,在新股发行制度改革的各个时期,对于新股发行的管制却一直客观存在,或是对发行价格的控制,或是对股票供求的管制。

2013 年底,《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》发布,这宣告着新一轮新股发行体制改革正式启动。尽管如此,在新股发行方面,市场化程度与发达国家的成熟资本市场相比依旧还不够,推进全面市场化依旧任重道远。本文立足于 2014 年新股发行制度改革的制度背景,以 2014 年新股发行重启作为时间节点,通过对最新的资本市场首次公开发行状况的分析,研究新股发行管制因素对新股短期抑价现象的影响。

本文的研究意义在于:1.通过研究管制因素与新股短期抑价的关系,证明在现行体制下,发行管制是影响新股抑价的重要原因;2.新股短期抑价,从投资的角度上,也可看作是新股短期表现,本研究结果可为投资新股决策提供可靠的决策指标;3.进一步探讨在当前时期,即从核准制向注册制转型的过渡期,发行管制的程度应该如何把控,以及未来注册制后发行监管的着力方向。

本文通过先分析可能对新股短期抑价产生影响的因素,建立适当模型和设定适当假设,再选取新股发行后 5 日、10 日、15 日和 20 日的涨跌幅作为因变量,设定市盈率差、网下初始超额认购倍数和网上中签率作为解释变量,并选取适当控制变量,进行多元回归分析。研究结果发现,在 2014 新股发行改革的制度背景下,发行管制仍是影响新股短期抑价的重要因素。

最后,本文立足于时下热点话题——新股发行注册制,进一步探讨在核准制向注册制的过渡期,新股发行抑价、发行管制等问题应如何看待,并对新股发行体制改革提出一些看法和建议。

关键词: 新股短期抑价; 发行管制; 新股发行改革

Abstract

Underpricing has long been one of the focus of the academia and finance community. For owners of listed companies, the spread between the issuing price and transaction price is actually an invisible loss; For investors, this is a good opportunity to profit; For investment banks, it is a balance art between companies and investors. IPO issuance has long been under the control of the government in the Chinese capital market at various periods, which includes issuing price control and supply and demand control.

By the end of 2013, China Securities Regulatory Commission decided to further promote the IPO reform, which declared that a new round of IPO reform was officially launched. Nevertheless, in the IPOs, compared with mature capital markets in developed countries the reform is still not enough open, and promoting to the overall market still has long way to go. This article is based on the 2014 reform of the system of IPOs, when the IPO restarted after a long pause. By analyzing the latest IPOs, the article discuss whether the regulatory factors influence IPO underpricing in short-term.

The significance of this study lies three points: 1. Try to prove Under the current system, the issuance control actually has affected the underpricing of IPOs; 2 As IPO underpricing in the short-term can be also referred as a short-term IPO performance, results of this study can provide a reliable indicator for investment decisions on the stock market; 3. The article also further discusses in the current period, the transition period from the IPOs approval system to a IPOs registration system, how to dealing with the issuance control, and how the supervision change under a IPOs registration system.

This paper first analyzes factors that may have an impact on short-term IPO underpricing, and next establish appropriate models and set assumptions, then select the Quote change after the IPO on the 5th, 10th, 15th and 20th as the dependent variables, chose the P/E ratio, the net initial oversubscription and online success rate

as explanatory variables and also select some control variables. By doing multiple regression analysis, we found under the background of the 2014 reform of the IPO issuance system, regulation factors is still an important factor for IPO underpricing in short-term..

Finally, based on the hot topics , IPO registration system, the article try to further explore during the period from the IPOs approval system to the IPOs registration system, how to consider the issuance control and IPOs underpricing and put forward some ideas referring IPO reform.

Keywords: IPO underpricing; issuing control; IPO reform

目 录

| | |
|--|-----------|
| 引 言 | 8 |
| 一、研究背景 | 8 |
| 二、研究意义 | 9 |
| 三、研究思路与结构安排 | 10 |
| 四、研究创新与不足之处 | 11 |
| 第一章 相关理论回顾及文献综述 | 13 |
| 一、国外相关理论及文献综述 | 13 |
| 二、国内相关理论及文献综述 | 18 |
| 第二章 新股发行改革下新股短期抑价现象影响因素分析 | 21 |
| 一、2014 年新股发行制度改革 | 21 |
| 二、新股短期抑价因素分析 | 23 |
| 第三章 我国新股短期抑价现象的实证分析 | 26 |
| 一、数据来源与样本选择 | 26 |
| 二、模型建立与研究假设 | 28 |
| 三、实证分析过程 | 30 |
| 第四章 研究结论与政策建议 | 44 |
| 一、研究结论 | 44 |
| 二、政策建议 | 44 |

Contents

| | |
|--|-----------|
| Introduction..... | 8 |
| 1. Research background | 8 |
| 2. Research significance | 9 |
| 3. Research structure | 10 |
| 4. Innovation of chapter and deficiencies | 11 |
| Chapter I Literature review..... | 13 |
| 1. Research on the IPO Underpricing abroad..... | 13 |
| 2. Research on the IPO Underpricing at home..... | 18 |
| Chapter II Normative analysis on IPO underpricing factors | 21 |
| 1. IPO reform in 2014 | 21 |
| 2. Short-term factors of IPO underpricing..... | 23 |
| Chapter III Empirical Analysis on IPO underpricing factors..... | 26 |
| 1. Data sources and sample selection..... | 26 |
| 2. Model and research hypotheses | 28 |
| 3. Empirical analysis | 30 |
| Chapter IV Conclusions & Policy Recommendations..... | 44 |
| 1. Conclusions | 44 |
| 2. Policy Recommendations | 44 |

引言

一、研究背景

一般来说，新股短期抑价是指首次公开发行股票的一级市场发行价格，显著低于上市后二级市场价格的现象，这种现象在世界各国资本市场上均较为常见，一直是学术界和金融业界关注和争论的焦点之一。

资本市场上的各方参与者对于这种抑价现象的观察不尽相同。对于拟上市公司所有者而言，在大多数情况下，他们的发行上市的诉求是——希望用最少的股份稀释获取最大的融资，这就要求其发行股票的价格要尽可能的高，因而新股一、二级市场上的价差对于他们来说其实是一笔隐形的损失；对于投资者而言，他们的诉求是获得投资收益，因而新股一、二级市场上的价差对于一级市场投资者而言，是一次风险收益严重失衡、所获得收益远高于市场上同等收益下应承担风险的投资好机会；对于同样作为新股发行参与者之一的投资银行而言，他是连接投资者和股票发行人的中介，他们的诉求是在兼顾两方利益的情况下实现项目收益和长期收益的平衡，因而新股一、二级市场上的价差对于投行而言，是一场平衡各方利益的博弈；而从来都是学术界、业界以及各利益相关方关注焦点的新股抑价现象，自然离不开以“维护证券市场秩序，保护投资者合法权益”为重要目标的资本市场监管方的视线范围。

国内资本市场上，对于新股首次公开发行（IPO）的监管制度经历了数次变革。1999 年 9 月前，新股发行定价主要采用的方式是固定价格和固定市盈率相结合的方式，一般来说发行市盈率在 13 到 16 倍；从 1999 年《证券法》实施到 2001 年 8 月，新股发行定价主要采用的方式是累计投标询价的方式，不再为新股发行价格设定上限；放开新股定价管制之后，一级市场的定价过高现象开始涌现，2001 年 11 月起，中国证监会开始实行固定市盈率的定价方式，且规定发行市盈率不得超过 20 倍的上限，这种制度一直延续至 2004 年 12 月；从 2005 年 1 月到 2008 年 12 月，按照中国证监会发布的《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，新股发行推行询价制度，且对首次公开发行新股价格实施 30 倍市盈率上限的隐形控制；2009 年 6 月到 2012 年 11 月，新股发行定价主要采用的方式是依旧是询价制度，但开始放松对发行市盈率的管制，不再对发行市

盈率实行上限控制；2014 年 1 月，随着《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》的公布，新股首次公开发行制度再一次发生变化，本次改革引进或改良了存量发行机制、市值配售机制、高报价剔除机制、回拨机制和首日停牌机制等，为 IPO 的再次重启设定了全新制度环境。

总的来说，在新股发行监管方面，行政管制主要分为两个方面：一是对新股发行定价的管制，即通过限制发行市盈率、发行规模和募集资金金额等方式，实现对发行价格的隐形控制；二是对新股发行供需进行控制，即通过设置网上网下发行比例、回拨机制等方式，实现对新股供给结构的控制。本文立足于 2014 年新股发行制度改革的制度背景，以 2014 年新股发行重启作为时间节点，通过对最新的资本市场首次公开发行状况的分析，研究新股发行管制因素对新股短期抑价现象的影响，探讨新制度下新股发行的现状和发展方向。

二、研究意义

2013 年底，《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》发布，这宣告着新一轮新股发行体制改革正式启动。尽管如此，在新股发行方面，市场化程度与发达国家的成熟资本市场相比依旧还不够，推进全面市场化依旧任重道远。基于 2014 年新股发行体制改革和发行重启的历史背景，对发行管制与新股短期抑价的关系的分析具有一定的现实意义，具体来说，本文的研究意义在于以下几点：

（1）对于监管方的意义：观察新制度下新股短期抑价程度和变动趋势，研究发行管制与新股短期抑价的关系，揭示行政管制因素对于新股发行抑价的影响，进一步探讨新股发行体制改革的实施效果和发展方向；

（2）对于投资者的意义：研究发行管制与新股短期抑价的关系，从投资者的角度看，也可以当作是对于现行制度下，影响新股一、二级市场套利收益大小因素的一次探讨——在发行管制下，一级市场投资者是否能够根据某些指标的比较，做出相应的投资决策，以获得更高的投资收益。

（3）对于投资银行的意义：研究发行管制与新股短期抑价的关系，从投资银行的角度看，能够更好的把握在现行制度下新股发行的内在规律，提高自身核心竞争能力，更好的平衡各利益相关方的诉求，在市场竞争中提升自己的内在价

值；

(4) 对于上市企业的意义：研究发行管制与新股短期抑价的关系，从股票发行人的角度看，有助于发行人在决议发行上市前根据企业自身战略和现实需求，确定合理的融资计划和资本结构，以求在资本市场上塑造并巩固企业的核心竞争力。

三、研究思路与结构安排

(一) 研究思路

本文立足于 2014 年新股发行制度改革的制度背景，以 2014 年新股发行重启作为时间节点，通过对最新的资本市场首次公开发行状况的分析，研究新股发行管制因素对新股短期抑价现象的影响。具体来说，本文采取控制变量的方法，通过选取衡量新股短期抑价的因变量和衡量发行管制的自变量，并设定一些控制变量，建立适当的模型，通过多元回归分析的计量方法，研究因变量和自变量的关系。

通过学习国内外与新股发行抑价、新股长期弱势、新股短期市场表现和政府管制与 IPO 等主题相关的文献，进行理论上的总结和实证上的验证，为本文研究提供新思路和新方向。本研究采用的研究方法包括理论分析和实证研究，对于新股短期抑价程度及其影响因素的分析、新股发行管制因素的分析和新股发行改革的现状以及前进方法的探讨，采用了规范分析的方法；而对于新股上市后二级市场短期表现的描述、对于新股短期抑价程度和发行管制因素关系的研究等，则采用了计量方法，进行实证研究。

(二) 本文结构安排

本文第一部分为引言部分。通过介绍发行管制和新股短期抑价的研究背景、意义、思路和方法、文章结构安排以及本文创新之处和不足之处，大致介绍本研究的背景设定、研究意义和研究安排。

本文第二部分为文献综述部分。通过学习国内外与新股发行抑价、新股长期弱势、新股短期市场表现和政府管制与 IPO 等主题相关的文献，进行理论上的总结和实证上的验证，为本文研究提供新思路和新方向。

本文第三部分为新股短期抑价的影响因素分析。通过从理论和实践角度上，

对新股短期抑价的影响因素进行分析，并结合借鉴国内外学者的部分研究成果，以求更完整更准确的进行模型设定和实证分析。

本文第四部分为我国新股短期抑价现象的实证分析。通过采取控制变量的方法，通过选取衡量新股短期抑价的因变量和衡量发行管制的自变量，并设定一些控制变量，建立适当的模型，通过多元回归分析的计量方法，研究新股发行短期抑价和发行管制因素的关系。

本文第五部分为研究结论和政策建议。本章内容为基于上述对发行管制和新股短期抑价的理论分析和实证研究，进行结论的总结，并提出相应的政策建议。

四、研究创新与不足之处

（一）研究创新

相对于过往学者的研究，本文的研究创新之处在于：

（1）过往对于我国资本市场新股发行抑价的研究，或是对新股上市首日收益率的研究，或是对上市后 1 年或是更长时间的长期表现的研究，而对于短期的市场表现，如上市后 5 日、10 日等的表现研究甚少，如能较好的把握新股短期表现的规律，无疑会对投资决策具有一定的指导意义；

（2）过往对于我国资本市场新股发行抑价影响因素的研究，或是对投资者情绪的研究，或是对发行制度的研究，或是对主承销商的研究，不少都是对国外模型的验证，结果也不尽一致。而对于新股发行行政管制因素的研究，国内也有不少学者进行了较为深入的研究。但将其与新股发行抑价联系起来的，却难以见到，如能确定发行管制与新股抑价之间的规律，则能够更好的从国内制度的角度出发，更好的解释新股发行抑价。

（3）本文采用国内最新的新股发行数据，即 2014 年 IPO 重启之后的发行数据，试图研究在新股发行改革之后，国内资本市场上的新情况新问题，通过基于对于新数据的实证研究，对新制度的实施效果和发行制度改革前进方向进行探讨。

（二）不足之处

由于本文采用 2014 年 1 月之后的数据，截至至本文完成最终稿的提交，有关新股发行的数据总体比较有限，因而可能导致本次样本的选取在广泛性上可能

存在欠缺，从而影响研究的精准性。

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 相关理论回顾及文献综述

一、国外相关理论及文献综述

长期以来，IPO 发行抑价现象一直是国外学者研究的热点，国外学者从不同的角度提出了很多不同的理论和假说。本人通过学习国外相关文献，仔细将与新股抑价相关的理论进行了梳理和总结。总的来说，国外学者对于 IPO 发行抑价的解释大体可以分为两个部分：一是从一级市场的角度出发，认为发行人和主承销存在在一级市场定价时故意压低发行价格的行为；二是从二级市场的角度出发，认为二级市场的投资者会因为某种原因特别热衷购买首次公开发行的新股，从而拉升了股价，最终导致了一级市场和二级市场价差的产生。

1. 信号理论（Signaling Theory）

Allen 和 Faulhaber（1989）^[1]以及 Welch（1989）^[2]阐述的信号理论认为，在 IPO 发行市场上有很多企业，其实际经营状况和投资价值良莠不齐，相对于投资者，发行人会更加了解自己公司的投资价值，因而在信息不对称的情况下，外部投资者难以辨别企业是否具有投资价值。为了避免出现劣币驱逐良币的现象出现，质地优良的发行人会选择采取主动折价发行的策略，以求向投资者传递其成长性优良的信号。另一方面，质地一般的发行人，受限于公司盈利前景一般和资本实力不足等因素，一般不会选择刻意降低发行价格以“讨好”投资者。这样一来，主动折价发行便成为质地优良企业展示自身实力的有效手段，且折价发行的程度也成为了反映公司投资价值优良程度的重要衡量指标。而对于折价发行造成的损失，质地优良的发行人可以通过增发等再融资手段进行弥补，而质地一般的发行人，随着时间的推移和公众认知度的逐渐加深，增发股票的难度也将会逐渐提高。

总而言之，质地优良企业为自我证明，以向市场传递信号而进行的主动降价行为，是基于发行人和投资者之间存在不对称信息的背景下，可能导致 IPO 发行抑价的重要因素之一。

2. 簿记建档理论（Book-Building Theory）

簿记建档理论是由 Benveniste^[3]和 Spindt（1989）及 Spatt 和 Srivastava（1991）最早提出，之后逐渐被学术界所认可。簿记建档理论认为，相对于发行人，投资者更了解新股市场的资金方的价格需求，从这个角度上说，投资者比发行人拥有

更多信息。发行人和主承销商经过路演推介、询价和簿记定价等完整新股发行过程，在发行人信息弱势的背景下，为吸引投资者，也为完成市场化定价，发行人会选择主动折价以换取投资者报价，这也可以近似理解为发行方为换取真实报价信息而向资金方支付的代价。

总而言之，发行人和主承销商为获取报价信息而进行的主动降价行为，是基于发行人和投资者之间存在不对称信息的背景下，可能导致 IPO 发行抑价的重要因素之一。

3. 委托代理理论 (Principal-Agent Theory)

Baron 与 Holmstrom(1980)^[4]提出了关于新股发行抑价的委托代理理论。该理论认为，发行人和主承销商的利益并不完全一致，存在委托代理关系，从而会导致发行价格的降低。具体而言，发行人的根本利益是以最小的股份稀释融到最多的资金，因而对于发行人而言，发行价格越高越有利；另一方面，站在主承销商的角度看，高发行价可以带来更多的资金，也可以收取更多的承销费用，但发行价过高也会导致主承销商的客户——资金方的盈利承担更大风险，一旦有新股破发的情况发生，主承销商的声誉将收到很大影响，声誉的降低将导致承销商面临客户流失的风险，从而不利于承销商的长期经营。这种利益的不一致性，导致了委托代理问题的产生。而为了保证发行顺利进行，发行人一般会选择妥协，主动降低发行价格以激励承销商，使得主承销商能够实现发行人和投资者利益冲突时的一种平衡。

总而言之，发行人为应对委托代理问题而进行的主动降价行为，是基于发行人和承销商之间根本利益存在不一致的背景下，可能导致 IPO 发行抑价的重要因素之一。

4. 赢家诅咒 (Winners' Curse Theory)

Rock^[5]在 1986 年提出赢家诅咒理论，该理论认为，在 IPO 发行的过程中，存在着两类投资者，一种是具有信息优势的投资者 (Informed Investor)，另外一种和信息劣势投资者 (Uninformed Investor)。具有信息优势的投资者能够根据掌握的信息，更为准确的确定发行公司的内在价值，而信息劣势的投资者则不能很好的为发行公司定价。这种投资者之间差异的存在，会导致当发行价格较高时，信息劣势的投资者由于价值判断的偏误，而错失申购新股的机会。而为了保持新

股申购的热度，让更多的投资者参与打新，发行人和主承销商会选择主动降低发行价格，以提高投资者的参与度。这种情况被称为赢家诅咒。

总而言之，发行人和主承销商为提高新股申购参与度而进行的主动降价行为，是基于不同投资者具有不同的信息掌握和分析程度的背景下，可能导致 IPO 发行抑价的重要因素之一。

5.承销商声誉理论（Underwriter Reputation Theory）

Beatty 和 Ritter^[6]提出了承销商声誉理论，该理论认为，在新股市场化的背景下，过高的发行价格可能会导致较少的投资者申购，甚至会存在发行中止的可能性，而发行中止则会对投行的声誉产生极为不利的影响。投行为了稳妥起见，为了更好的保持在行业内的声誉，会选择在兼顾发行人利益的同时，适当的折价发行以让利投资者，这种做法不仅能保持良好的行业声誉，也对投行的客户关系维护和长期的经营产生积极的影响。长此以往，承销商声誉也会成为新股投资收益的重要指标，投资者会根据承销商声誉选择投资新股。

总而言之，主承销商为维护自身声誉而进行的主动降价行为，是基于避免发行失败风险和平衡相关方利益的背景下，可能导致 IPO 发行抑价的重要因素之一。

6.规避诉讼理论（Lawsuit Avoidance Theory）

Lougue（1973）和 Ibbotson（1975）^[7]提出了规避诉讼理论，该理论认为，由于过高的发行价，破发的风险相对更高，投资者遭受损失的可能性更大，而发行人也更可能被投资者集体诉讼。为了有效避免诉讼，发行人会选择主动降低发行价格，确保投资者在上市初期能够获得正收益，从而有效降低诉讼发生的概率，减少可能的诉讼给公司带来的损失。

总而言之，发行人为降低诉讼发生概率、减少违法成本而进行的主动降价行为，是基于法律保护投资者收益的背景下，可能导致 IPO 发行抑价的重要因素之一。

7.股份分散理论（Ownership Dispersion Theory）

Booth 和 Chua^[8]在 1996 年提出了股份分散理论，该理论认为，IPO 折价发行可以从企业股权的角度进行分析。具体来说，主动降低发行价，会引来更多投资者的参与，特别是中小投资者的参与，更多的参与可能会导致更为分散的股权

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库